

经济平稳增长 期指筑底期债震荡

【策略观点】

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

许雯
电话：010-84555101

邮 箱
xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3023704

投资咨询资格号
Z0012103

在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，2022 年一季度的经济数据好于去年四季度，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 3、4 月份国内深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，也对我国的经济增长造成一定影响，尤其对需求端构成压力。

期指 4 月行情以下跌为主，跌幅较大超出市场预期，市场调整过程中前期累积的风险有所释放，当前政策面向好，向下调整的空间有限。期指已开启了反弹，后市大概率进入底部震荡过程。。

期债 4 月份为震荡行情，当前期债上有宽信用的压力、下有经济下行风险的支撑，5 月份区间震荡整理为主。期间央行货币政策动向或成为期债方向性指引，应密切关注。

【目 录】

一、经济下行风险增加.....	1
（一）、经济下行压力较大.....	1
（二）、工业生产平稳增长.....	1
（三）、需求端压力增加.....	2
1、投资增速回落.....	2
2、消费承压下行.....	4
3、进出口保持高景气.....	5
（四）、价格指数 CPI 回升 PPI 回落.....	6
（五）、宏观经济展望.....	7
二、股指期货下跌.....	7
（一）、期指 4 月行情回顾.....	7
（二）、两融余额下降.....	8
（三）、标的指数估值下降.....	9
（四）、基差收敛波动降低.....	10
（五）、期指后市行情研判.....	11
三、国债期货震荡下跌.....	11
（一）、期债 4 月行情回顾.....	11
（二）、现货市场平稳波动.....	12
（三）、资金面整体平稳.....	13
（四）、期债后市行情展望.....	13
风险揭示:.....	14

一、经济下行风险增加

在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，2022 年一季度的经济数据好于去年四季度，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 3、4 月份国内深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，也对我国的经济增长造成一定影响，尤其对需求端构成压力。上海疫情受控之后，国内疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。

（一）、经济下行压力较大

由于受到多点散发疫情、地产行业调整、消费需求下滑等因素的影响，一季度国内经济增速不高，较去年四季度回升，实现平稳增长。2022 年一季度 GDP 为 27 万亿，同比增涨 4.8%，增速较去年四季度加快 0.8 个百分点。去年四季度应为国内经济的阶段低位。

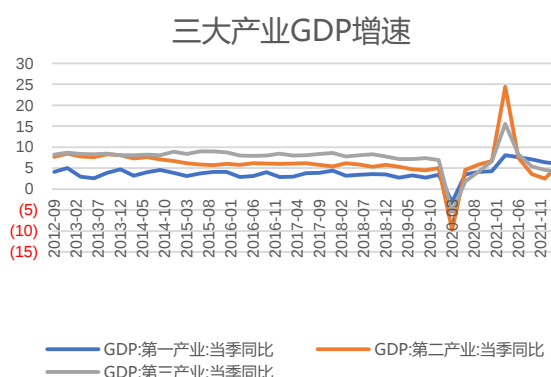
分产业看，一季度第一产业增加值 1.1 万亿元，同比增涨 6%；第二产业增加值 10.6 万亿元，同比增涨 5.8%；第三产业增加值 15.3 万亿元，同比增涨 4%。第二产业保持平稳增长，第三产业受疫情影响较大、增长承压。从行业来看，第三产业中房地产当季同比下降 2%，地产行业收缩；住宿和餐饮业同比下降 0.3%，受疫情影响行业增速转负。信息产业维持 10.8% 的高增长。其他行业小幅波动，基本保持稳定增长。

图 1：GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 2：GDP 增速分产业



数据来源：Wind、国元期货

IMF 在今年 4 月世界经济展望报告中，大幅下调今年全球 GDP 增速 0.8 个百分点至 3.6%，并全面调降了各大主要经济体今年的增速预期。由于俄乌冲突和西方对俄制裁，将导致 2022 年全球经济增速显著放缓。IMF 也下调了我国 2022 年经济增速 0.4 个百分点至 4.4%。

（二）、工业生产平稳增长

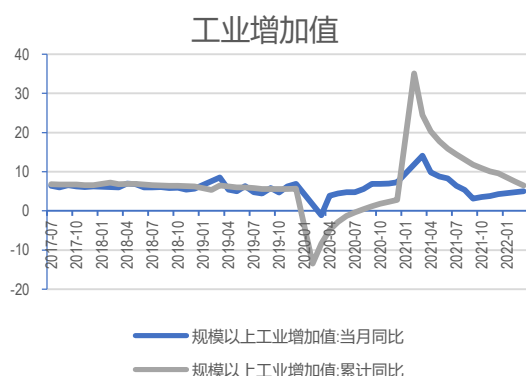
生产方面，上工业增加值增速回落，工业生产走弱。3 月中国规模以上工业增加值同比增长 5%，较 1-2 月增速下降 2.5 个百分点。

供给约束改善后工业增加值增速自去年 9 月以来连续上行，今年开年以来工业生产延续了回升态势，但 3 月份受疫情影响有所下滑。整体来看一季度生产端表现较强，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看 3 月份采矿业增加值同比增长 12.2% 较 1-2 月上升 2.4 个百分点，制造业增长 4.4% 回落 2.9 个百分点，电热燃气水增长 4.6% 下降 2.2 个百分点。上游生产走强，制造业承压回落。41 个行业大类中有 37 个行业增加值保持同比增长，较 1-2 月减少 1 个；617 种产品中有 304 种产品同比增长，较上月减少 34 个。原煤、原油、天然气等上游生产保持了高景气；电子、计算机、通讯等行业增加值保持较快增长；水泥、粗钢、焦炭、汽车、火电等为负增长。

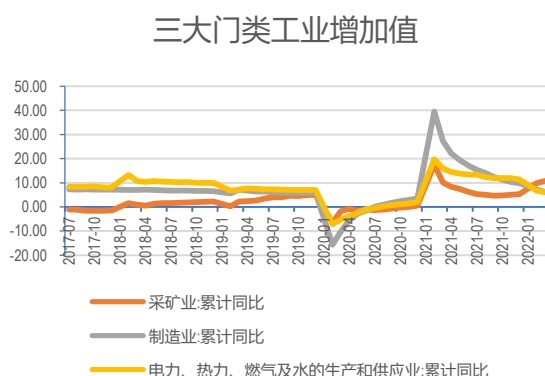
二季度进入传统生产旺季，生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 3：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

图 4：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

（三）、需求端压力增加

1、投资增速回落

投资方面，固定资产投资增速回落。投资主要构成中房地产开发投资处于低位、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提速。1-3 月中国固定资产投资 10.49 万亿元，同比增长 9.3%，增速较 1-2 下降 2.9 个百分点。按投资主体看民间投资 5.96 万亿元，同比增长 8.4%，下降 3 个百分点。分产业看，第一产业投资 2522 亿，同比增长 6.8%；第二产业投资 3.24 万亿，同比增长 16.1%；第三产业投资 6.99 万亿元，同比增长 6.4%。增速分别较 1-2 月下降 2、3.5、3.1 个百分点。制造业投资增速较高，提振整体投资增速，地产投资增速仍偏低拖累作用较大。市场对年内基建投资托底的预期偏正面，投资增速企稳的概率大。

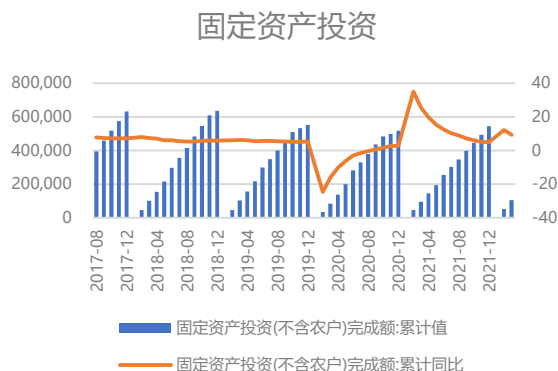
制造业投资方面，1-3 月制造业投资同比增长 15.6%，较 1-2 月下降 5.3 个百分点。受疫情影响制造业投资增长有所下滑。2022 年制造业企业利润增速下滑，制造业投资的需求支撑下降，或对制造业投资继续高增长构成压力，但由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率由高位平稳回落。

基础设施投资方面，增速显著提高。基础设施投资同比增长 8.5%，较 1-2 月提高 0.4 个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度较强，基建也是重要发力点。年初的财政投放明显前置，基建增速回升起到托底经济、对冲下行压力的作用。

2022 年经济下行压力较大，稳增长的预期较强，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。尤其是在地产链 2022 年大概

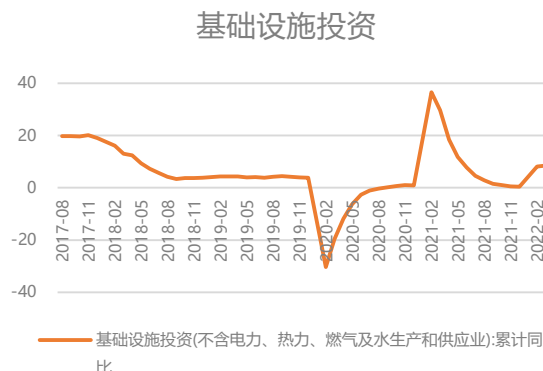
率收缩的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

图 5：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

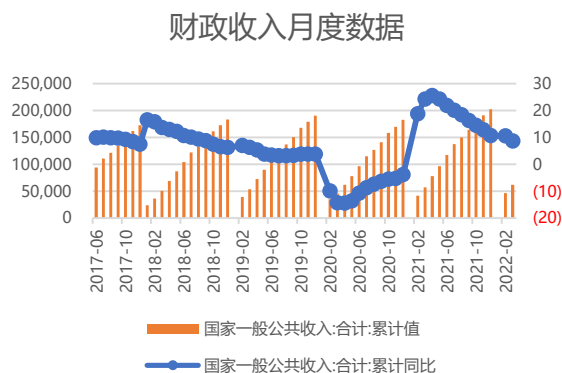
图 6：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

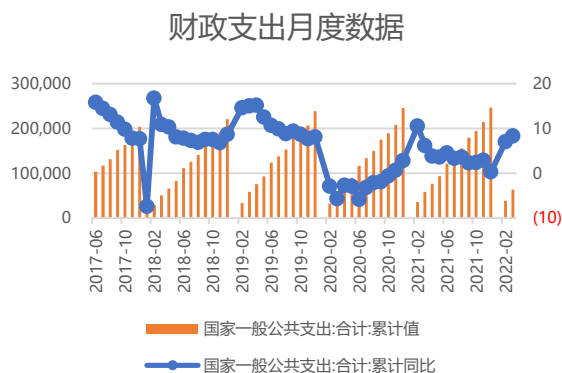
从财政收支来看，财政政策扩张力度加大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-3 月全国一般公共预算收入 6.2 万亿元，同比增长 8.6%，较 1-2 月下降 1.9 个百分点，预算收入保持较高增速；其中中央收入 2.89 万亿，同比增长 7.6%，地方收入 3.31 万亿，同比增长 9.5%，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.3%，较 1-2 月增速加快 1.3 个百分点，今年财政发力靠前。其中中央一般公共预算本级支出 6804 亿元，同比增长 4.5%；地方一般公共预算支出 5.68 万亿元，同比增长 8.8%。由于经济下行压力较大，稳增长导向下减税降费、基建发力的诉求较强，但增速下行可能会税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，总体评估财政扩张力度整体上应不低于上年。

图 7：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 8：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，增速下降。一季度整体来看，地产投资收缩状况没有出现明显改善，地产投资增速下降、地产销售降温，土地市场需求下降。

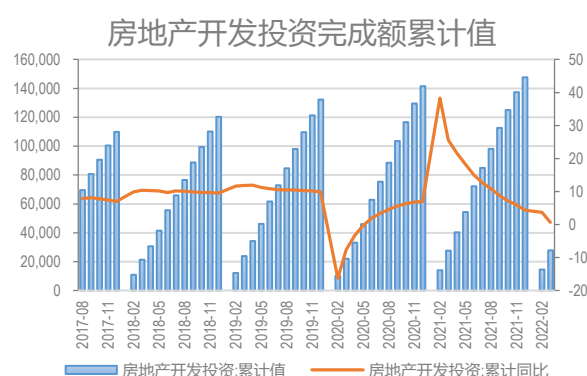
2022 年 1-3 月中国房地产开发投资 2.78 万亿，同比增长 0.7%，较 1-2 月增速下降 3 个百分点。一季度据媒体报道多个大型房企出现经营困难，开发商经营预期转向悲观，地产投资增速加速回落。

施工方面，1-3 月房屋施工面积 80.63 亿平方米，同比增长 1%，增速较 1-2 月下降 0.8 个百分点；新开工面积 2.98 亿平方米，同比下降 17.5%，降幅扩大 5.3 个百分点；竣工面积 1.69 亿平方米，同比下降 11.5%，降幅扩大 1.7 个百分点。新开工清淡，竣工压力增加，地产行业整体压力较大使得开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-3 月商品房销售面积 3.1 亿平方米，同比下降 13.8%，较 1-2 月降幅扩大 4.2 个百分点。销售额 2.97 万亿元，同比下降 22.7%，降幅扩大 3.4 个百分点。商品房销售增速放缓。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

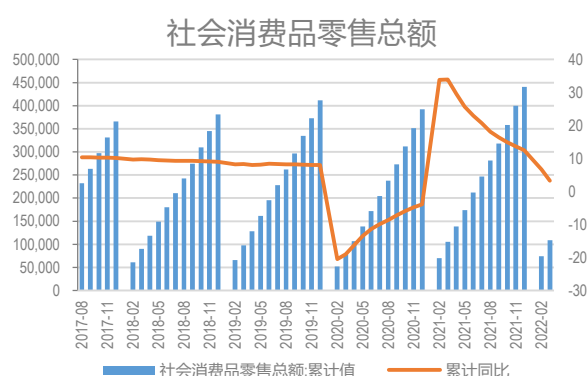
市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。年内房地产投资增速大概率处于低位。

图 9：房地产开发投资



数据来源：Wind，国元期货

图 10：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，国元期货

整体来看，2022 年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高，但在稳增长政策导向下或许会小幅高于 2021 年。2022 年房地产投资增速难以提升，不排除全年投资增速负增长的可能性。基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速保持较快增速或能够对冲房地产投资的下滑影响。政策支持、扶持领域的主动性投资需求保持强劲，扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用。

2、消费承压下行

消费方面，社会消费品零售总额增速单月转负。今年 1-2 月份消费数据较去年年末走强，消费领域表现好于市场预期。基数与价格因素也有正面贡献。3 月份深圳、上海、吉林等多地出现疫情，对消费领域的打击比较大。

2022 年 1-3 月社会消费品零售总额 10.87 万亿，同比增长 3.3%。3 月单月社销总额 3.42 万亿，同比下降 3.5%，较 1-2 月份的 6.7% 下降幅度较大。本土疫情多发，3 月形势较 1、2 月严峻，对消费的影响增加。1-3 月网上商品和服务零售额，同比增长 6.6%，较 1-2 月下降 3.6 个百分点，疫情使居民消费行为发生了结构性地改变，网络零售保持正增长，增速回落但经营状态仍好于线下。

居民收入对消费有比较大的影响，一季度全国居民人均可支配收入 10345 元，同比名义增长 6.3%，实际增长 5.1%，分别较去年四季度下降 2.8、3 个百分点。全国居民人均消费支出 6396 元，同比名义增长

6.9%，实际增长 5.7%，分别较去年四季度下降 6.7、6.9 个百分点。居民收入对消费走向有比较大的影响，居民就业、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费支出有一定的抑制作用。3 月份全国城镇调查失业率上升至 5.8%，较 2 月的 5.5% 提高 0.3 个百分点。疫情影响下就业压力增加。因二季度疫情等因素对居民就业、收入方面的影响还比较大，消费或继续表现偏弱。

3、进出口保持高景气

2022 年一季度进出口维持了高景气。欧美等国多数放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求保持强劲。各国已经开始着手解决供应链不畅的问题，但彻底疏通还有待时日，我国在全球产业链、供应链中具有相对优势。2 月 24 日之后俄乌局势恶化，能源价格大涨、政经形式复杂，战争也给全球需求增长蒙上阴影。

2022 年 3 月进出口增速有所回落，韧性仍强。2022 年 1-3 月中国进出口总值 9.42 万亿，同比增长 10.7%；出口 5.23 万亿，同比增长 13.4%；进口 4.19 万亿，同比增长 7.5%。增速较上月、去年同期均有所回落。在去年的高基数上，一季度还能有两位数的增长，可见外部需求较强，外贸景气不弱，此外价格因素对于增长外贸的贡献也较高。值得注意的进口走弱的速度偏快，内需压力较大。3 月份单月中国进出口总值 3.21 万亿，同比增长 5.8%；出口 1.75 万亿，同比增长 12.9%；进口 1.46 万亿，同比下降 1.7%。随着海外供应链逐步疏通，出口增长动能有所下降，但依然保持韧性；进口则受到国内疫情的影响，内需走弱。

出口方面，防疫用品、机电产品、箱包、鞋、玩具等品类增速还处于高位，家电、汽车零件、家具等增速较低。1-3 月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为 22.38%、21.43%、9.71%、10.38%，分别较 2 月提高 12.6、6.06、16.16、4.5 个百分点，主要是由于 2 月春节数据较低，合并 1-2 月数据来看，俄乌战争对欧、东盟出口有一定影响。进口方面，3 月份我国进口主要商品量减价增，国内大宗商品进口价格普遍高于往年。原油、煤炭、天然气、塑料、钢材等进口量下降。内需走弱受到市场关注。

一季度进出口维持了去年以来的强势。2022 年全球经济增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下 2022 年进出口增速应较 2021 年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，进出口有望保持正增长。

图 11：进出口同比

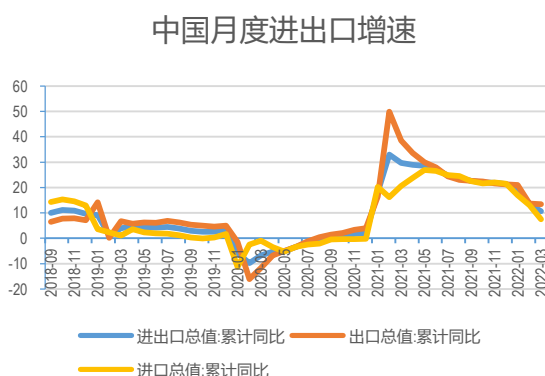
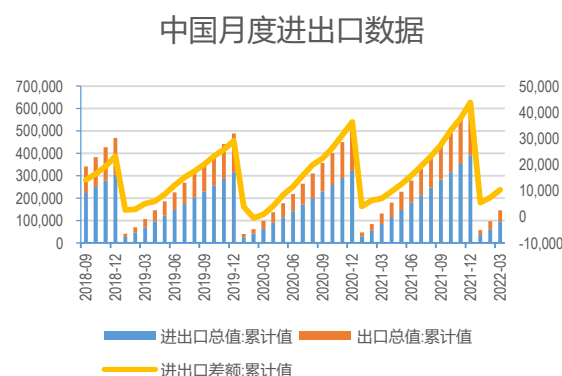


图 12：月度进出口数据



数据来源: Wind, 国元期货

数据来源: Wind、国元期货

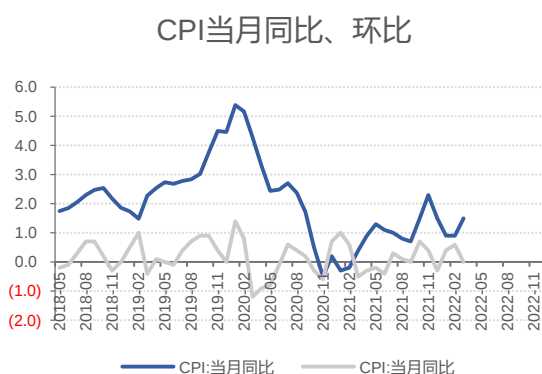
(四)、价格指数 CPI 回升 PPI 回落

2022 年 3 月价格指数走势分化, CPI 低位回升, PPI 高位回落。3 月 CPI 同比增长 1.5%, 环比持平; PPI 同比增长 8.3%, 环比增长 1.1%, CPI-PPI 剪刀差继续收窄。

CPI 方面, 3 月消费品价格仍表现较弱, 对应消费延续弱势。2022 年 3 月 CPI 同比增长 1.5%, 较 2 月上涨 0.6 个百分点, 环比持平, 环比偏弱。3 月核心 CPI 同比上涨 1.1%, 较上月持平。其中, 食品价格下降 1.5%, 较上月回升 2.4 个百分点; 非食品价格上涨 2.2%, 上涨 0.1 个百分点。食品中, 3 月份猪肉价格同比下降 41.4%, 对 CPI 的拖累较大, 其他品类如鲜菜、蛋、鲜果、水产、粮食均为同比上涨。非食品中, 汽油、柴油、液化气同比涨幅分别为 24.6%、26.9%、27.1%, 均较上月扩大。

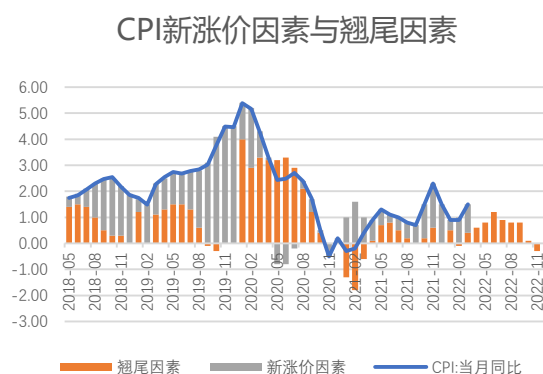
去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点, 较 2 月增加 0.5 个百分点; 新涨价影响约为 1.1 个百分点, 较上月增加 0.1 个百分点, 新涨价动能有所走强。整体上 3 月 CPI 上行翘尾因素贡献较大, 新涨价动能中能源价格拉动贡献较大, CPI 整体还处于偏低位置。年内 CPI 低位回升的概率较大。

图 13: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 14: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

PPI 方面, PPI 延续高位回落趋势。3 月 PPI 同比上涨 8.3%, 较 2 月回落 0.5 个百分点, 为连续第 5 个月回落。PPI 中生产资料价格上涨 10.7% 回落 0.7 个百分点, 生活资料价格上涨 0.9% 与上月持平, 生产、生活资料价格分化较大。大宗商品价格见顶回落, 叠加翘尾因素的快速下降, PPI 在上半年大概率是继续回落走势。在供应约束缓解之后, 工业品价格的主要矛盾由供应端逐步转向需求端, 当前经济下行压力增加, 需

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41356

